

2019 年三季度宏观经济数据点评

三季度 GDP 增速延续放缓 四季度经济增速有望企稳

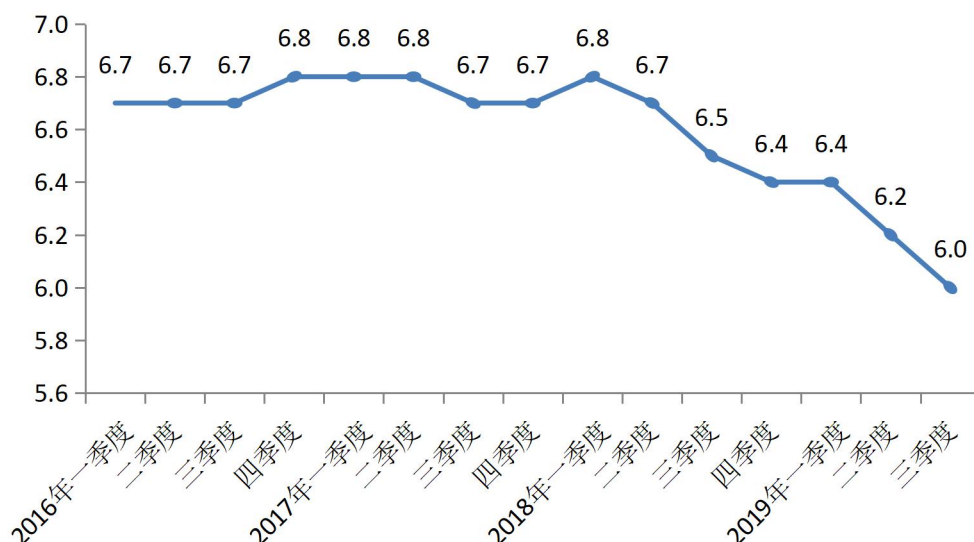
主要数据：据初步核算，2019 年前三季度 GDP 实际同比增长 6.2%，上年同期值 6.7%；其中，三季度 GDP 实际同比增长 6.0%，前值 6.2%，上年同期值 6.5%。

前三季度规模以上工业增加值累计同比实际增长 5.6%，上半年为 6.0%，上年同期为 6.4%；9 月当月同比增速为 5.8%，前值 4.4%。前三季度固定资产投资累计同比增长 5.4%，前值 5.5%，上半年为 5.8%，上年同期值 5.4%；前三季度社会消费品零售总额累计同比增长 8.2%，上半年为 8.4%，上年同期值 9.3%；其中，9 月单月同比增速为 7.8%，前值 7.5%。

主要观点：三季度 GDP 同比增长 6.0%，增速较上季下滑 0.2 个百分点，反映 5 月之后中美经贸摩擦波澜再起，消费、投资及外需等驱动经济增长的“三驾马车”，以及工业生产等都在不同程度地受到负面影响，这也与 5 月之后制造业 PMI 持续处于收缩区间相印证。不过，9 月以来，伴随逆周期调节力度加大，以及中美经贸摩擦趋向缓和，经济运行已开始出现企稳迹象。

展望四季度，全球经济增长减速态势将会持续，前期中美经贸摩擦中的关税措施对我国出口的负面影响还将逐步显现，四季度外需对经济增长的拉动作用将会进一步减弱。预计四季度国内宏观政策在保持定力的同时，将进一步向稳增长方向倾斜，基建投资增速会明显加快，房地产市场韧性犹存，汽车销售对商品消费的拖累效应有望减轻，非贸易性质的服务消费继续保持较高增长水平，预计四季度宏观经济有望企稳，保持 6.0% 的同比增长水平。由此，全年 GDP 将增长 6.2% 左右，处于年初设定的 6.0% 至 6.5% 目标区间之内，宏观经济不存在失速风险。

图 1 实际 GDP 增速，当季同比 (%)



资料来源：WIND

前三季度 GDP 同比增长 6.2%，增速较上年同期下滑 0.5 个百分点。从三个季度走势来看，经济增长在经历年初短暂企稳后进入下行通道，其中三季度 GDP 同比降至 6.0%，较上季度回落 0.2 个百分点。这与当季需求端固定资产投资、社会消费品零售总额和出口金额增速边际下滑，以及生产端的工业增加值增速回落相印证，反映 5 月之后中美贸易摩擦波澜再起，消费、投资及外需等驱动经济增长的“三驾马车”都在不同程度的承受压力。不过，9 月以来，伴随逆周期调节力度加大，以及中美贸易摩擦趋缓，经济运行已开始出现企稳迹象：当月汽车销售回暖带动商品消费增速环比回升，财政支出大幅度增长推动基建投资保持回升势头，双向调控背景下房地产投资保持较强韧性；同时，9 月出口交货值降幅收窄及国内市场需求反弹，也带动工业增加值出现加速增长。

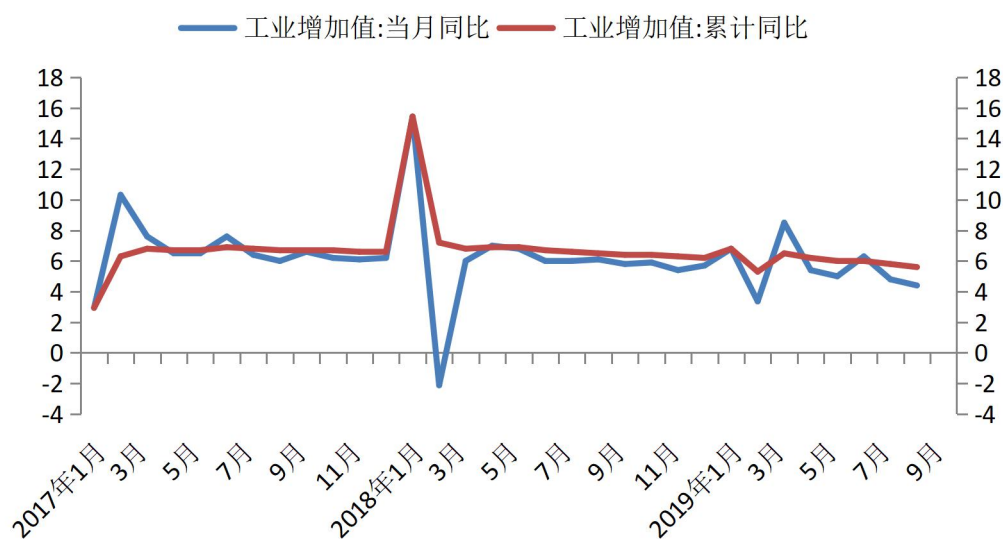
一、工业生产：受需求走弱、利润下滑等因素影响，前三季度工业增加值增速整体放缓

前三季度，全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.6%，增速较上半年和上年同期分别下滑 0.4 和 0.8 个百分点。今年以来工业生产增速整体放缓，主要原因是在工业生产中占比约九成的制造业增加值增速在需求走弱、利润下滑等因素影响下走低——前三季度制造业增加值同比增长 5.9%，增速较上半年和上年同期分别下滑 0.5 和 0.8 个百分点；同期电力、燃气及水的生产和供应业增加值增速也有所下滑，采矿业增加值增速则有所回升，反映了去产能力度减弱带动行业生产在较低基数基础上的反弹。

具体到三季度，当季各月工业生产扩张速度与上季相比均有所回落。尽管汽车制造业受环保标准切换影响，三季度增加值降幅收窄，但与出口相关的机械、电子产品制造业增速下行较快，而与基建需求相关的钢铁、铁路等交通设备行业增速保持基本稳定。

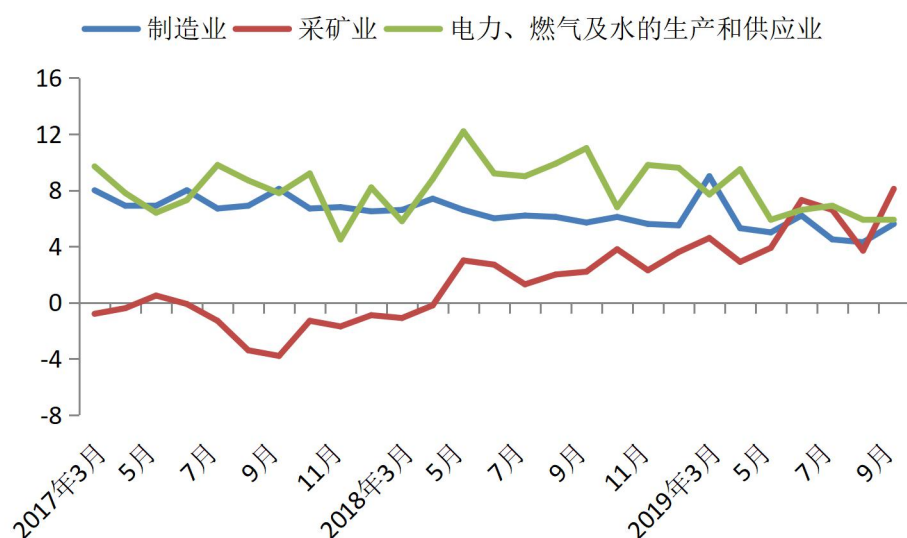
值得一提的是，尽管三季度整体走弱，但9月工业生产增速出现明显反弹，延续了今年以来宏观经济数据季末发力的规律。当月工业增加值同比增长5.8%，增速较上月加快1.4个百分点，三大门类增加值增速均现回升或持平，其中制造业增加值同比增长5.6%，增速较上月加快1.3个百分点。这一方面受去年同期基数走低影响，另一方面也与当月出口交货值降幅收窄3.6个百分点相关。同时，近期基建提速等逆周期调节力度明显加大，国内市场需求反弹也对工业生产起到了一定提振作用。

图2 规模以上工业增加值增速 %



资料来源：WIND

图3 三大门类增加值增速（当月同比 %）

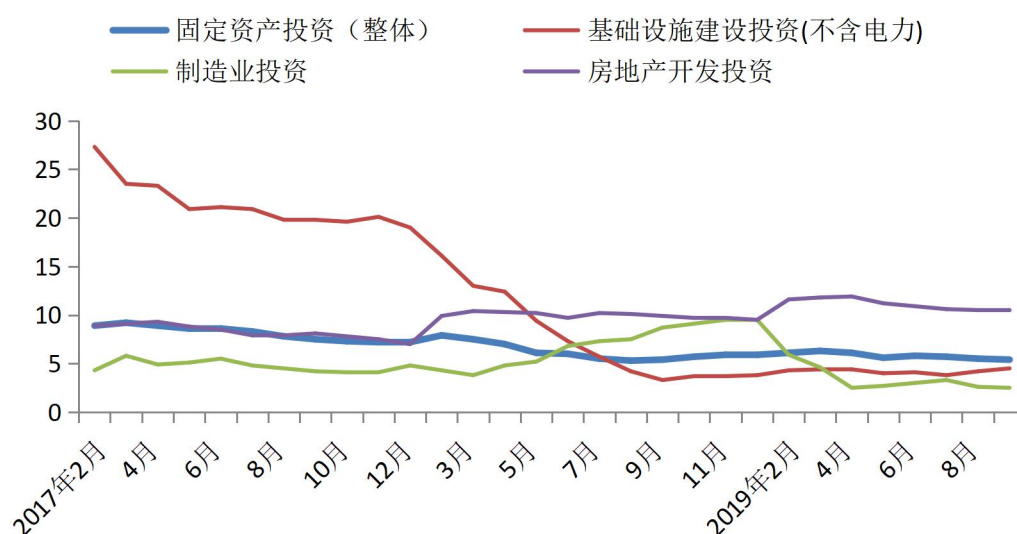


资料来源：WIND

二、投资：制造业投资增速大幅下滑，前三季度固定资产投资增速稳中趋缓；三季度以来基建投资开始发力，房地产投资保持较强韧性

前三季度固定资产投资同比名义增长 5.4%，增速较 1-8 月下滑 0.1 个百分点，较上半年下滑 0.4 个百分点，和上年同期持平，主要体现当前宏观政策依然保持很强定力，并未实施“大水漫灌”式的强刺激。三大类投资中，基建投资增速低位企稳，房地产投资在调控趋紧背景下，依然保持两位数的较高增长水平，与上年同期基本持平，唯有制造业投资增速明显走低，对整体投资增速拖累明显。从三季度的情况来看，后两个月在逆周期调节力度加大，财政支出加快带动下，基建投资开始提速；房地产开发投资增速与上季度相比变化不大，仅现小幅减速；而在利润下滑及市场信心不稳作用下，制造业投资增速在偏低水平基础上继续下滑。

图 4 固定资产投资及三类主要投资（累计同比：名义增速，%）

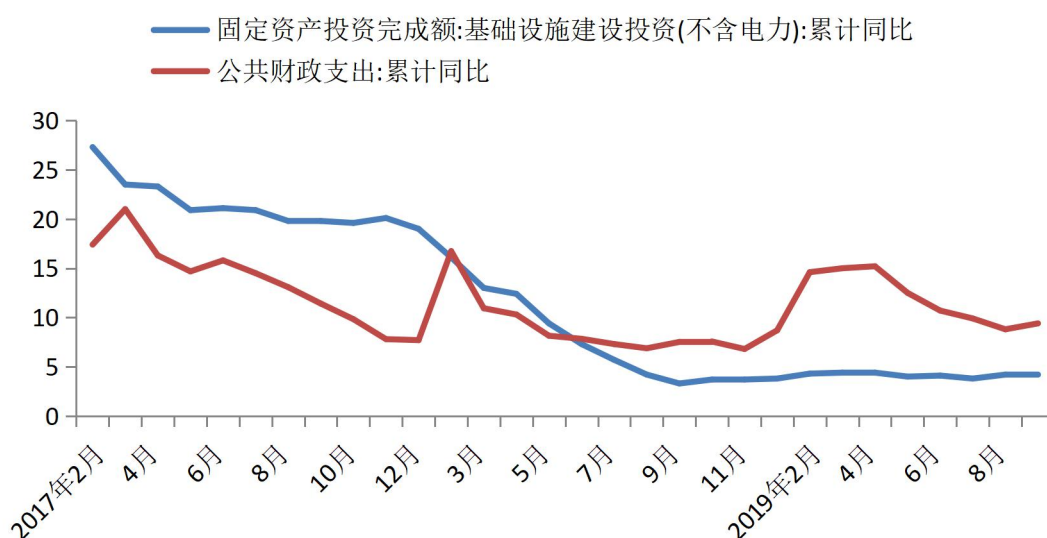


资料来源：WIND

前三季度基建投资增速处于历史低位，8月和9月开始出现回升势头。1-9月基建投资（不含电力）累计同比增长 4.5%，增速上半年加快 0.4 个百分点，较上年同期加快 1.2 个百分点。今年以来，尽管基建稳增长的政策导向明确，财政支出发力明显，但因地方政府土地财政收入下降，城投表外融资继续处于压缩过程，PPP 无序扩张受到治理，加之财政赤字及专项债增幅有限，基建资金、特别是项目资本金来源受到制约，导致前三季度基建投资反弹乏力，总体处于明显偏低水平。不过，伴随三季度逆周期政策调节力度加大，情况正在发生变化。

6月10日，两办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，规定专项债资金可作为部分重大基建项目的资本金，并鼓励金融机构打消顾虑，为城投公司非隐性负债的合规项目提供资金。这一方面强化了基建稳增长的政策信号，另一方面也从侧面揭示了上半年基建投资增速不及预期的症结所在。在前期专项债发行放量和专项债新规等政策支撑下，8月开始基建投资增速出现较为明显的反弹，据我们测算，8月和9月基建投资月度同比增速分别达到6.7%和6.5%，较此前平均增速加快约3个百分点。

图5 基建投资增速与财政支出增长 %



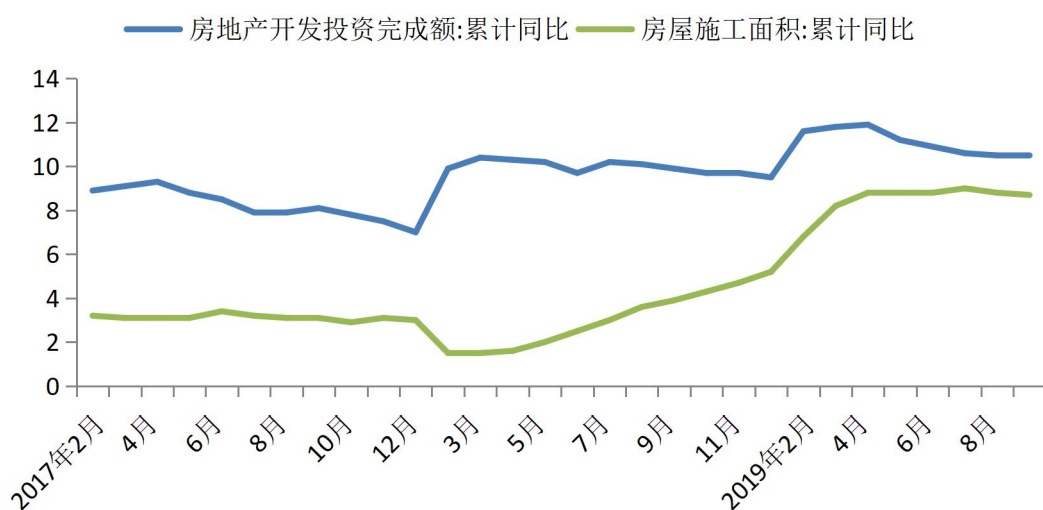
资料来源：WIND，东方金诚

前三季度房地产销售虽有所减速，但“低库存、快周转”带动施工面积增速上扬，房地产投资增速韧性凸显。1-9月房地产投资累计同比增长10.5%，增速较上半年下降0.4个百分点，但较上年同期加快0.6个百分点。在二季度以来房地产调控总体趋严背景下，房地产投资展现较强韧性。主要受调控加码影响，前三季度商品房销售额及销售面积明显不及上年同期，但当前房地产企业库存处于低位，加之外部融资环境收紧带动房企进入“快周转”模式，今年以来，房屋施工面积和建筑工程投资增速均出现明显上扬，成为同期房地产投资增速加快的主要原因。考虑到建安投资是房地产投资中实际计入GDP的部分，这也意味着上半年房地产投资对GDP增长的拉动作用有所提升。

从三季度的情况来看，当季房地产投资增速小幅放缓，但仍保持两位数增长。特别是8月和9月商品房销售面积和销售额增速均现边际回升势头，对房地产投资也起到一定支撑作用。我们认为，当前调控政策意在稳定而非打压房地产市场，双向调控特征正在逐步显现，且货币政策保持边际宽松取向，利率继续处于较低水平，是当前房地产市场及房地产投资保

持较强韧性的主要原因。

图6 房地产开发投资、房屋施工面积增速 %



资料来源: WIND, 东方金诚

利润增速下滑、企业投资信心受到冲击,拖累制造业投资增速明显放缓。前三季度制造业投资累计同比增长 2.5%,增速较上半年和上年同期分别下滑 0.5 和 6.2 个百分点,成为今年以来投资增速下滑的主要原因所在。今年以来的制造业投资减速,一方面源于上年基数偏高,但受经济下行压力加大影响,今年以来 PPI 大幅走弱并转入负增长,工业企业利润总额持续处于下跌区间,加之中美经贸摩擦导致企业投资信心受到一定波及,正在成为拖累制造业投资的主要因素。今年以来政策层面的减税降费力度明显加大,前 7 个月制造业新增减税 3648 亿元,是受益最大的行业。我们认为,这会在一定程度上改善企业赢利,但驱动企业投资的主要原因是对市场前景的判断。在中美经贸摩擦波澜起伏,经济下行压力加大背景下,制造业投资可能还将经历一段低迷时期。

值得一提的是,上半年民间投资同比增长 1.7%,增速较上半年和上年同期分别下滑 1.0

预览已结束,完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9459

